



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2017

Das offene Geheimnis der Zentralbanken

Nyborg, Kjell G

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-149114>
Newspaper Article
Published Version

Originally published at:
Nyborg, Kjell G. Das offene Geheimnis der Zentralbanken. In: NZZ, 26 January 2017, 30.

Neue Zürcher Zeitung

Das offene Geheimnis der Zentralbanken

Zentralbanken schaffen oft Geld, indem sie Kredite gegen Sicherheiten gewähren. Mit ihrer umfangreichen Besicherungspolitik stützt die Europäische Zentralbank indirekt Banken und Staaten.

Kjell G. Nyborg 26.1.2017, 07:00 Uhr

Geld ist wichtig. Es vereinfacht ökonomische Aktivitäten und – wie es schon Walter Bagehot (1873) beobachtete: «Geld ist ökonomische Macht.»

Das Geld im Kern moderner Volkswirtschaften ist Zentralbankgeld; Banker nennen dies Liquidität. Zentralbanken speisen das Geld in die Volkswirtschaften ein, wobei Banken als Intermediäre dienen. Die Notenbanken verlangen von diesen dafür Sicherheiten, wie zum Beispiel Staatsanleihen. Wenn aber Geld ökonomische Macht bedeutet und Geld nur gegen Sicherheiten zu erhalten ist, liegt es nahe, die Beschaffenheit dieser Sicherheiten und die Bedingungen des Austausches genauer verstehen zu wollen. Erstaunlicherweise wissen wir bis jetzt bemerkenswert wenig dazu, und vieles bleibt unklar und verschleiert. In meinen Arbeiten (darunter dem soeben erschienenen Buch Nyborg, 2017, sowie dem Artikel Nyborg, 2015) enthülle ich dieses offene Geheimnis von Zentralbanken und diskutiere die Auswirkungen auf das Finanzsystem, die Wirtschaft und Gesellschaft. Es geht mir darum, die meiner Ansicht nach zu wenig beachtete Bedeutung der Besicherungspolitik ans Licht zu bringen und eine Debatte anzuregen.

Nicht bloss eine technische Angelegenheit

Entscheidend ist, dass die Bedingungen des Austausches von Zentralbankgeld gegen Sicherheiten nicht vom Markt, sondern von der Besicherungs- und Zinspolitik der Zentralbanken bestimmt werden. Die Besicherungspolitik der Zentralbank wird in ihren Bedingungen zur Besicherung (dem Besicherungsrahmen oder «collateral framework») beschrieben und definiert. Während sich ein Grossteil des öffentlichen und wissenschaftlichen Interesses an der Geldpolitik der Notenbanken der Zinspolitik widmet, wird die Besicherungspolitik mehrheitlich ignoriert. Arbeitsgruppen der Zentralbanken haben zwar verschiedene Berichte zur Besicherungspolitik veröffentlicht (z. B. Markets Committee 2013). Es handelt sich dabei aber lediglich um Überblicke. Sie diskutieren nicht, wie diese Rahmenbedingungen funktionieren und was ihre weitreichenden Konsequenzen sein könnten.

Rahmenbedingungen zur Besicherung können verzerrende Auswirkungen auf Finanzmärkte und die Volkswirtschaft als Ganzes haben. Bisher betrachtete man Besicherungspolitik mehr als eine Funktion, die dem Risikomanagement der Zentralbank dient (Bindseil, 2014). Ich bin hingegen der Ansicht, dass man sie in erster Linie als wichtigen Bestandteil der Geldpolitik verstehen muss.

Die Bedeutung und Grösse der Zentralbanken ist über die Jahre stetig gewachsen. Da ist ein umfassenderes Verständnis von Geldpolitik wichtig. In der Euro-Zone hat die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) sogar die Vorreiterrolle im Kampf um den Euro und in der Rettung des europäischen Projektes übernommen. Die Besicherungspolitik ist ein wesentlicher Bestandteil dieser Bemühungen.

Unterschiedliche Zentralbanken haben unterschiedliche Rahmenbedingungen für ihre Besicherungspolitik. Mein Fokus liegt auf dem Besicherungsrahmen des Euro-Systems, den die EZB definiert und laufend anpasst. Der Besicherungsrahmen der EZB ist besonders interessant wegen seiner Fülle und Komplexität, die aufgrund einer einzigen, über mehrere Länder hinweg verwendeten Währung entsteht. Die finanziellen, ökonomischen und politischen Probleme der Euro-Zone üben einen starken Einfluss auf den Rest der Welt aus. Es ist deshalb umso wichtiger, die elementaren Grundlagen des Geldsystems der Euro-Zone solide zu verstehen.

Oft existiert kein Marktpreis

Ich habe deshalb den Rahmen und die umfangreichen Regeln der Besicherungspolitik des Euro-Systems detailliert untersucht. Es galt die unzähligen offiziellen juristischen Dokumentationen und eine Fülle von empirischen Fakten zu analysieren. Denn erst die Fakten zeigen die Umsetzung der juristischen Rahmenbedingungen und die daraus folgenden möglichen Konsequenzen auf. Sie machen deutlich, dass der Besicherungsrahmen des Euro-Systems sowohl die Marktkräfte wie auch die Marktdisziplin beeinträchtigt. Er ist ein wesentliches Instrument der Geldpolitik der EZB.

Doch wie funktioniert das? In der Euro-Zone wird das Zentralbankgeld traditionell via Repo-Geschäfte, also über besicherte Kredite, in das Bankensystem eingespeist. Die Menge an Zentralbankgeld, die eine Bank gegen Hinterlegung einer bestimmten Sicherheit bekommen kann, wird als Besicherungswert bezeichnet. Dieser Wert entspricht dem «Preis» der Sicherheit abzüglich eines Besicherungsabschlags (Haircut) oder einer Marge. Beide werden gemäss den Rahmenbedingungen zur Besicherung festgelegt. Ich setze den Ausdruck «Preis» beim Besicherungswert in Anführungs- und Schlusszeichen, da dieser ein von der Zentralbank bestimmter theoretischer Preis anstatt eines Marktpreises sein kann. Nur sehr wenige Wertpapiere unter den Sicherheiten werden nämlich regelmässig am Markt gehandelt.

Es gibt verschiedene Dimensionen, wie sich die Besicherungsregeln auf das Finanzsystem auswirken. Entscheidend ist dabei der Begriff «Notenbankfähigkeit». Er bedeutet, dass ein Wertpapier durch die Zentralbank refinanziert oder gekauft werden kann, was den Repo-Zinssatz, die Liquidität und den Preis des Wertpapiers im Sekundärmarkt beeinflussen kann. Zum Beispiel argumentieren Buiter und Sibert (2005), dass ein Anstieg in den Besicherungsabschlägen einen Preissturz auslösen könne. Meine eigenen Untersuchungen bestätigen diesen Zusammenhang.

Heikle politische Garantien

Die von der Zentralbank in ihren Repo-Geschäften angewendeten Besicherungsabschläge können – gewollt oder ungewollt – so festgelegt sein, dass die Notenbankfähigkeit der Wertpapiere verschiedene Anlageklassen oder auch einzelne Wertpapiere unterschiedlich stark beeinflusst. So kann die Zentralbank zum Beispiel die Bilanzen von Banken liquider machen, indem sie besonders illiquide Sicherheiten durch relativ niedrige Besicherungsabschläge bevorzugt. Zentralbanker argumentieren oft, dass dies die Liquidität dorthin lenkt, «wo sie am dringendsten gebraucht wird». Niedrige Besicherungsabschläge für illiquide Sicherheiten bewirken jedoch, dass die Rolle des Marktes reduziert wird und es zu Verzerrungen in den Geld- und Kapitalmärkten kommt.

Besicherungsrahmen, die illiquide Sicherheiten bevorzugen, kurbeln zudem deren Herstellung an. Allgemein gilt, dass die durch den Besicherungsrahmen geschaffenen Anreize die Herstellung bestimmter finanzieller und ihnen zugrunde liegender realer Vermögenswerte beeinflusst. Etwas überspitzt formuliert gilt: Wenn Zentralbankgeld nur gegen Iglus oder Iglu-besicherte Wertpapiere verfügbar ist, werden Iglus gebaut. Das bedeutet auch, dass, wenn der Besicherungsrahmen Immobilien begünstigt, dies das Risiko und die Schwere einer Immobilienblase vergrössern kann.

Werden nie gehandelte Sicherheiten akzeptiert, wie dies im Euro-System der Fall ist, beeinflusst dies die Marktdisziplin und die Anreize von Banken, ihre Kreditnehmer zu überwachen. Auch kann der Besicherungsrahmen den Einfluss der Politik auf die Banken und das Finanzsystem stärken, indem Sicherheiten vorteilhaft behandelt werden, die mit Garantien von einer Kommunal-, Regional- oder Zentralregierung versehen wurden. Solche Garantien fördern im Zusammenspiel mit den Besicherungsabschlägen eine Segmentierung der Finanzmärkte. Besicherungsrahmen können indirekte Bail-outs begünstigen, indem sie schwache Banken stützen, die besser aufgelöst würden. Eine Besicherungspolitik, die illiquide und riskante Sicherheiten bevorzugt, kann zudem die Bilanz der Zentralbank schwächen.

Zu wenig Spielraum für Marktkräfte

Meine Analyse macht deutlich, dass der Besicherungsrahmen in der Euro-Zone in unterschiedlicher Ausprägung unter all diesen Problemen leidet. Das öffentliche Verzeichnis der zulässigen notenbankfähigen Sicherheiten enthält 30 000 bis 40 000 verschiedene Wertpapiere, von Staatsanleihen bis hin zu unbesicherten Bankanleihen und forderungsbesicherten Wertpapieren (Asset-Backed Securities). Die überwiegende Mehrheit dieser Wertpapiere hat keinen Marktpreis. Ungefähr ein Drittel all dieser Sicherheiten wird in nichtregulierten Märkten gehandelt. Zudem können Banken nichtmarktfähige Anlagen und Wertpapiere mit «privaten Ratings» verwenden, die nicht im öffentlichen Verzeichnis sind. Daher basieren die Werte der Sicherheiten mehrheitlich auf Modell- statt auf Marktpreisen. Interessanterweise ziehen Banken es vor, Sicherheiten zu benutzen, bei denen häufiger theoretische Preise verwendet werden. Generell tendiert die Besicherungspolitik der Euro-Zone zu risikoreichen und illiquiden Sicherheiten. Die untergeordnete Rolle des Marktes sieht man auch an der Häufigkeit, mit welcher die Sicherheitsabschläge für die Repo-Geschäfte des Euro-Systems aktualisiert werden: Dies geschieht lediglich alle drei bis vier Jahre.

Im Kern des Geldsystems in der Euro-Zone gibt es somit wenig Spielraum für Marktkräfte oder Marktdisziplin. Insgesamt kann die Besicherungspolitik des Euro-Systems als expansiv beschrieben werden. Die Liste notenbankfähiger Sicherheiten ist äusserst umfangreich und oft auf die «Bedürfnisse» von Banken in verschiedenen Ländern zugeschnitten. Sicherheiten können, zum Beispiel, durch Staatsgarantien aufgewertet werden. Eine solch expansive Besicherungspolitik beeinträchtigt die Marktdisziplin. Sie behindert die grenzübergreifende Marktintegration. Weil es im Kern des Euro-Geldsystems an Marktkräften und Marktdisziplin fehlt, entsteht ein Vakuum, das von anderen Kräften, wie Rating-Agenturen und der Politik, aufgefüllt wird.

Milliardenhilfe für Italien und Spanien

Vor der Finanzkrise wurden im Besicherungsrahmen des Euro-Systems als öffentliche Ratings jene der drei grossen Rating-Agenturen, Moody's, Fitch und Standard and Poor's (S&P), akzeptiert. 2009 wurde eine vierte Agentur, die kanadische DBRS, dieser Liste hinzugefügt. Dies hatte massgebliche Folgen, weil für die Besicherungspolitik der EZB jeweils nur das höchste Rating zählt und Sicherheiten ab einem Rating von A– den niedrigsten Abschlag erzielen. Sicherheiten mit einem Rating unterhalb von BBB– sind hingegen nicht mehr notenbankfähig. Ich dokumentiere, dass DBRS eine ausschlaggebende Rolle innehatte, indem sie über eine lange Zeit hinweg Italien und Spanien ein Rating von A– und Portugal ein solches von BBB– gab. Das hob den Wert der in diesen Ländern begebenen Sicherheiten um ungefähr bis 200 Mrd. € an und kann als unterstützende Massnahme für indirekte Bail-outs interpretiert werden.

Im Dezember 2011 und Februar 2012 hat die EZB eine ihrer wichtigsten geldpolitischen Massnahmen vor dem Beginn des Quantitative Easing implementiert. In zwei Operationen offerierte sie den Banken eine unlimitierte dreijährige Finanzierung gegen notenbankfähige Sicherheiten. Insgesamt haben Banken dabei Kredite in der Höhe von ungefähr einer Billion Euro aufgenommen. Um aus dieser Möglichkeit Vorteil zu schlagen, hat die italienische Regierung gleichzeitig eine präzedenzlose Anzahl von Garantien für Bankanleihen mit niedrigem oder gar keinem Rating gesprochen. Damit erhöhte sie deren Besicherungswert. Darüber hinaus hat die EZB mehr als 10 000 unbesicherte, auf nichtregulierten Märkten gehandelte Bankanleihen der öffentlichen Liste notenbankfähiger Sicherheiten hinzugefügt, obwohl der aggregierte Wert notenbankfähiger Sicherheiten die Nachfrage von Banken nach Zentralbankgeld schon bei weitem überstieg. Alles in allem fällt es schwer, diesen und andere Vorgänge als etwas anderes zu interpretieren denn als indirekte Bail-outs der EZB für manche Banken und Staaten in der Euro-Zone.

Die Besicherungspolitik ist ganz offensichtlich ein wesentlicher Bestandteil der Krisenbekämpfung der EZB, mit der diese in Mario Draghis Worten «den Euro bewahren» will. Dabei haben sich die Massnahmen der EZB über die Zeit hinweg spiralförmig vergrössert und verstärkt. Dennoch bleibt unsicher, ob all dies ausreichen wird, um den Euro zu bewahren. Das fundamentale Problem des Euro ist nicht mit Besicherungspolitik zu lösen, sondern fällt in den Bereich der Politik und der internationalen Beziehungen. Die indirekten von der EZB gewährleisteten Bail-outs sind zudem ineffizient, da sie meist undifferenziert eingesetzt werden. Marktkräften und Marktdisziplin sollte im Besicherungsrahmen ein grösserer Stellenwert beigemessen werden. Das würde das Finanzsystem stabiler machen und es dem politischen Einfluss oder Fehlern von Entscheidungsträgern weniger aussetzen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Besicherungsrahmen der Zentralbanken die Grundlage für das Geld- und Finanzsystem darstellt. Er ist ein wesentlicher Bestandteil der Geldpolitik und hat weitreichende Auswirkungen, die besser verstanden werden müssen. Durch ihre einzigartige Position als Emittent des Geldes im Kern des Finanzsystems haben Zentralbanken enorme Macht. Genau wie andere mächtige Institutionen sollten Zentralbanken wohl ebenfalls regelmässig geprüft und ausgewogen kontrolliert werden. Dazu notwendig wäre aber ein genaueres Verständnis davon, was sie machen. Stärker in den Fokus rücken sollte dabei die intransparente Struktur im Kern des Zentralbanksystems und des Geldentstehungs-Prozesses: die Besicherungspolitik.

Weiterführende Literatur Walter Bagehot (1873). Lombard Street: A Description of the Money Market. Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1962, neu aufgelegt von Scribner, Armstrong & Co., edition, New York 1873. Ulrich Bindseil (2014). Monetary Policy Operations and the Financial System. Oxford University Press. Willem H. Buiter und Anne Sibert (2005). How the Eurosystem's Treatment of Collateral in its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone (and what to do about it). CEPR Diskussionspapier Nr. 5387. Markets Committee (BIS), 2013. Central bank collateral frameworks and practices. Bank for International Settlements, March. (Online.) Kjell G. Nyborg (2015). Central bank collateral frameworks. Universität Zürich, SFI, und CEPR-Arbeitspapier. Kjell G. Nyborg (2017). Collateral Frameworks: The Open Secret of Central Banks. Cambridge University Press. Der Autor bedankt sich bei Philipp Lentner, Cornelia Rösler und Christoph Wenk Bernasconi für die Übersetzung des ursprünglich englischen Textes.

Kjell G. Nyborg

Der Autor dieses Beitrags und des soeben bei Cambridge University Press veröffentlichten Buches «The Open Secret of Central Banks» hat aus finanzwissenschaftlicher Sicht zum Thema Geldpolitik gefunden. Kjell B. Nyborg ist amtierender Präsident der European Finance Association und hält seit 2009 als Professor den Lehrstuhl für Corporate Finance am Department of Banking and Finance an der Universität Zürich. Gleichzeitig ist er Inhaber eines Senior Chair am Swiss Finance Institute. 1963 in Norwegen geboren, hat Nyborg an der Universität Chicago in den USA Mathematik und danach an der Graduate School of Business in Stanford Finanzwissenschaften studiert. Seine Dissertation schrieb er zum Thema «Theories Concerning Corporate Acquisitions and External Financing». Seither hat er sich in zahlreichen wissenschaftlichen Artikeln mit Aspekten der Preisfindung in Finanzmärkten sowie (Fehl-)Anreizen bei der Finanzierung von Banken und Unternehmen auseinandergesetzt. Vor seinem Wechsel nach Zürich lehrte er an der Norwegian School of Economics, der UCLA in Los Angeles und der London Business School. Im Herbst 2001 war er Visiting Economist bei der Europäischen Zentralbank.

KOMMENTAR

Die EZB sitzt in der eigenen Falle

Die EZB setzt die extreme Geldpolitik trotz einer kosmetischen Änderung fort und hat sich dabei in eine selbst gestellte Falle manövriert. Der Preis dafür kann hoch sein.

Michael Rasch, Frankfurt / 8.12.2016, 17:54



«Wir bleiben noch lange auf den Märkten präsent»

Die EZB flutet die Märkte weiterhin mit billigem Geld. Sie verlängert das umstrittene Anleiheprogramm bis mindestens Dezember 2017, fährt es aber im Volumen etwas zurück.

Thomas Schürpf / 8.12.2016, 15:15



Newsletter Wirtschaft

Blieben Sie mit unserem täglichen Newsletter auf dem Laufenden. Überblick und Einordnung der wichtigsten Wirtschaftsthemen. Vor Börsenbeginn ausgewählt von der Redaktion. [Hier können Sie sich mit einem Klick kostenlos anmelden.](#)

Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.